

## 第1回金融・資本市場ワーキンググループ議事要旨

---

### (開催要領)

1. 開催日時：2007年1月29日(月) 16:02~18:04
2. 場所：中央合同庁舎4号館402会議室
3. 出席者：

主査	上村 達男	早稲田大学法学学術院長
メンバー	伊藤 隆敏	東京大学大学院経済学研究科教授
同	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
同	大崎 貞和	株式会社野村資本市場研究所研究主幹
同	菅野 雅明	JPMorgan証券株式会社チーフエコノミスト
同	斉藤 惇	株式会社産業再生機構代表取締役社長

田村 耕太郎 内閣府大臣政務官(経済財政政策)

### (議事次第)

1. 開会
2. 議事
  - (1) 議事の進め方について(案)
  - (2) 本ワーキンググループに関する検討項目(案)
  - (3) 自由討議
3. 閉会

### (配布資料)

- |       |                            |
|-------|----------------------------|
| 資料1   | 金融・資本市場ワーキンググループメンバー名簿     |
| 資料2-1 | 金融・資本市場ワーキンググループ運営規則(案)    |
| 資料2-2 | 金融・資本市場ワーキンググループの公開について(案) |
| 資料3   | 金融・資本市場ワーキンググループの検討項目(案)   |
| 資料4   | 参考資料                       |
| 資料5   | 松本メンバー提出資料                 |

---

### (概要)

(梅溪審議官) ただいまから金融・資本市場ワーキンググループ第1回会合を開催する。

まず、当ワーキンググループのメンバーとしてご就任いただいた皆様をご紹介さ

せていただく。

池尾和人慶応大学教授。

伊藤隆敏東京大学教授。

上村達男早稲田大学法学学術院長。

大崎貞和野村資本市場研究所研究主幹。

菅野雅明JPモルガンチーフエコノミスト。

齊藤惇産業再生機構社長。

本日は欠席であるが、川濱昇京都大学教授、松本大マネックス・ビーンズ・ホールディングス社長を含め、本ワーキンググループのメンバーは以上8名である。

本日は田村経済財政政策担当大臣政務官にご出席をいただいているので、ご挨拶をいただく。

(田村政務官) 内閣府の大臣政務官の田村であります。

金融庁の中にも今般スタディーグループが設置され、同じテーマを切磋琢磨、協力しながらやっていきたいと考えているので、私が両者のいいところを出していくというような形をとらせていただきたいと考えている。

私も、この1月に出張で、東京を追い上げている香港、シンガポールを訪問し、証券市場の運営担当者、監督機関、マーケットのプレーヤー、日系の金融機関の支店長と、意見交換を行ってきた。

これらの国々では、国として一体感を持って税制、規制、インフラ整備、人材育成等をサポートしながら、ものすごい勢いで追い上げており、日本との差を感じた。

日本は人口減少社会においても、イノベーションを通じて、製造業だけではなく金融の方もしっかり稼いでいく必要がある。イギリスではGDPの10%を金融業が稼いでいるが、日本はまだその半分ぐらいであり、生産性を上げていく必要がある。金融庁もこれからは金融業を育成し、金融立国・投資立国を目指そうというようになってきている。しかし金融庁だけではできないことがたくさんあるので、経済財政諮問会議のもとで、官邸主導で税の問題、教育の問題も含めてやっていただくというのがこの会の趣旨である。幅広い観点からの議論を期待している。

(梅溪審議官) 引き続き、グローバル化改革専門調査会の伊藤会長よりごあいさつをいただく。

(伊藤メンバー) グローバル化改革専門調査会会長の伊藤であります。

諮問会議の下にグローバル化改革専門調査会というのがあり、その専門調査会の下に本ワーキンググループがあるというピラミッド構造になっている。金融・資本市場に関する課題の整理と具体案の検討ということがこのワーキンググループに課せられた課題である。私もメンバーの一人として参加し、議論に参画していきたいと考えている。

日程的には、ここで議論することを取りまとめた上で、専門調査会に上げ、そこ

で報告書を取りまとめて、今年の春に専門調査会から経済財政諮問会議に報告するという形式になっているので、余り時間がないが、既にいろいろな知見を持ち、あるいは具体策を持っている方々ばかりなので、ぜひ最初から忌憚のないご意見を出していただき、東京をロンドン、ニューヨークに並ぶ金融センターとするにはどうしたらいいのかということについて、ぜひお知恵を出していただきたい。

なお、お手元の名簿にあるように、本ワーキンググループの主査としては上村先生にお願いしたいと考えているが、よろしいか。

(異議なしとの声あり)

では、上村メンバー、よろしく申し上げます。

(上村主査) 上村です。どうぞよろしく申し上げます。

証券市場、あるいは企業法制のあり方について、私なりに意見もあるし、従来からいろいろ申し上げてきた。金融審で行われてきた議論は、もちろん立派な議論だが、私はそこでの論調の基本部分についてかなりの異論を持っている。この辺は、金融商品取引法1条の新設等で、かなり変わってきているので、その辺の問題が大事かと思う。いずれにしても、金融審ではできないような議論をこそ、このワーキンググループで大胆に、それも極めて本質的な問題という形で提言できることになったら良いように思っている。企業法制や資本市場法制は、欧米では大変長い経験を持っている世界であるが、日本での取組はそれ程長いものではない。安倍内閣が「自由と規律」をこの分野での一つのスローガンとして出していることは非常に意味があると思っている。ここで規律とは、自由に対して制約を加えること自体が目的ではなく、アクセルを全力かつ安心して踏める、そのための制度的な条件を整える、資本市場の成立条件を正しく提供するという観点が非常に大事ではないかと思っている。皆様の忌憚のないご意見をいただき、立派な報告ができればと考えている。

議事の進め方であるが、運営規則や公開の方法について案を作成しているので、事務局からご説明いただく。よろしく願いいたします。

(梅溪審議官) 資料2-1、資料2-2について、あわせてポイントをご説明する。まず、グローバル化改革専門調査会金融・資本市場ワーキンググループ運営規則の案だが、ワーキンググループの運営については、この運営規則の規定するところによるとというのが全体の考え方である。

次に、第2条で主査がワーキンググループの事務を掌理すると規定している。さらに、主査が出席できない場合には副主査がその職務を代理すると規定している。

続いて、メンバーの欠席の場合、それから議事を決する場合についてそれぞれ規定がある。

第5条だが、審議内容等の公表については、ワーキンググループ会合終了後、遅滞なく議事要旨の公表、その他の適当な方法により公表する。

それから、2項だが、議事要旨等の公表が我が国の利益に重大な支障を及ぼすおそれがある場合には、主査がワーキンググループの決定を経て、その全部または一部を非公表とすることができるという規定である。

続いて、資料2-2だが、グローバル化改革専門調査会金融・資本市場ワーキンググループの公開について（案）である。

公開については、まず第1、議事要旨は原則としてワーキンググループ会合終了後、1週間以内に作成し、公開する。2、配布資料は、原則として公開する。3、ワーキンググループ会合は、非公開とする。ただし、審議の内容については、会議終了後、必要に応じて事務局より説明させる他、主査等から記者会見を行うこともある。4、ワーキンググループ会合の開催日程については、事前に周知を図るものとする。

以上が今後の議事の進め方についての事務的な内容である。

（上村主査） ただいまの説明につき、何かご意見はあるか。

それではただ今の説明のとおり進めさせていただく。

それから、副主査として、池尾メンバーを指名したいと思うが、よろしいか。

では、池尾メンバー、よろしく願います。

（上村主査） それでは、金融・資本市場ワーキンググループの検討項目について、審議を行う。資料3に沿って説明をさせていただく。

議論すべきことは多々あると思うが、まずそこに書いてあるように、金融・資本市場改革については、「効率的かつ競争力のある金融・資本市場は、産業としての金融セクターの生産性の向上と発展をもたらすとともに、資金配分の効率化を通じて経済全体としての生産性の向上を促進する。団塊の世代の引退開始を機に、家計の金融資産の運用需要が高まることが予想されるが、これを機会として、世界に開かれた『自由と規律』ある、信頼される金融・資本市場を実現するため、以下について具体的に検討する。」ということである。

まず、グローバルな市場間競争の中で、東京をロンドンやニューヨークと並ぶ金融・資本市場とするにはどうすればよいか。外国と日本のプレーヤーが競い合う、魅力あるオープンな市場をどう形成するか、これが1つ目である。

2つ目に、金融・証券取引が複雑化・高度化する中で、金融・証券取引の監督手法や体制はどうあるべきか。また、規律と整合的な規制改革をどのように進めるべきか。人材をどう育成・確保すべきか。証券取引所をいかに改革・強化すべきかがある。

3つ目は、日本の会計基準、金融・証券税制や諸制度を国際的に調和させることや、監査・コーポレートガバナンスの強化のあり方についてどのように考えるべき

か、これらがここで挙げられた検討項目の案である。

これについて、一つ一つメンバーの皆様方のご意見をお聞きしたいと思う。

バブル崩壊後、金融・資本市場改革ということで、規制のあり方が、護送船団型、事前規制型から、市場型、ルール型、事後型、司法型へと転換したと言われてきたわけである。新しい金融の流れに関する懇談会などでは、そうした方向の議論も真剣に行われていたように思う。しかしその後、どちらかという、金融機関の破綻処理とか不良債権処理、景気対策、株価対策、起業、再生といった、一種の金融経済対策ないし病人対策的な政策対応が優先され、そのための規制の緩和が加わることで、現在はかなり自由度が一面的に増しているなという感じがしている。その中で、もう一度今度は規律面が、規律というのは先ほど申したように、思い切りアクセルを踏めるための条件、標準装備をどう備えるかということであるが、これがかなり重要な問題になってきていると思う。

金融証券取引法の第1条には、資本市場の機能の発揮と公正な価格形成の確保という目的規定が入り、あるいは金融庁の担当者も金融商品取引法を金融商品市場法という名前にしようとしてかなり努力されたと聞いているが、規制の理念がここで急が変わってきていると思う。金融審での従来の議論は、取引ルール中心の私法的な発想をベースにしていたように思うので、いわばそうした路線からの離脱が始まったともいえるように思っている。そうした新しい理念にふさわしい制度のあり方を検討していければと思っている。

これは後ほど議論していただくとして、資料4について、事務方より説明していただきたい。

(梅溪審議官) お手元の資料4は内閣府の方で参考資料として取りまとめたものである。簡単にポイントだけご紹介する。

1 ページ目は、世界の主要証券取引所の時価総額の推移を見たものである。東京証券取引所の時価総額は世界第2位の規模となっているものの、ニューヨーク証券取引所からは大きく引き離されているのが現状である。

2 ページ目は、世界の主要証券取引所の上場数を見たものである。本邦の証券取引所における海外企業の上場数は低水準かつ減少傾向にあるのが特徴である。

3 ページ目は、世界の主要証券取引所の新規上場数の比較をしたものである。本邦の証券取引所における新規上場数は低水準にとどまっているほか、海外企業の新規上場も低調である。

4 ページ目は、日本における外国企業による非上場公募の推移である。外国企業が証券取引所に上場しないで日本で資金調達を行う非上場公募が増加傾向にある。

5 ページ目は、非居住者による円建て債券の起債の動向である。非居住者による円資金の調達も他国の市場でより多く行われるなど、日本の市場は外国企業の資金調達に十分貢献していないと考える。

6 ページ目は、日本における外資系金融機関数である。日本の国際金融センターとしての魅力の低下もあり、外資系金融機関の数はおおむね低下傾向となっている。

7 ページ目は、家計の金融資産構成の国際比較である。日本の家計の保有資産全体に占める現金・預金の比率は約5割で、欧米主要国よりも高い水準となっている。一方、株式・出資金の割合は約1割であり、その比率は欧米主要国と比べても低くなっている。

以上が参考資料としてまとめたものである。

(上村主査) ありがとうございます。

後ほど、松本メンバーからの意見も紹介させていただくが、その前にただいま申し上げた検討項目について、これで足りるのか、この点が足りないのではないか、あるいはこの問題を特に深く考えるべきではないかといったことについて、メンバーの方々のご意見があらうかと思うので、しばらく自由にご意見をお聞きすることとしたい。

(田村政務官) 国際化のレベルを高める主体というのは3つあると思う。まずは市場運営者、日本でいうと東京証券取引所になる。つぎに監督機関、日本では金融庁になる。そして投資家、プレーヤーである。

ヒアリングをすると、プレーヤーの方々から金融庁に対する批判、東証に対する批判をたくさん聞く。それはそれで、問題があることも事実であるが、プレーヤーの方々も国際化のレベルに達していないところがたくさんあるのではないか。プレーヤーの方々で本当に国際的に戦えるのか。収益性はどうか。役員の多様化でいえば、日本の金融機関というのは、日本人だけでやっている。プレーヤーである証券会社や銀行などにおいてもぜひしっかり国際化していただきたいと考えている。

(齊藤メンバー) 前のビッグバンの結果、外国の金融機関が日本に来て相当活躍できるようになったと思う。

また、日本の会社が外国へ行って、そこでローカルな人を雇うことも増えている。ところが、日本で日本の金融機関や企業が外国人を雇うということには、ものすごく抵抗がある。それは言葉の問題ではなくて、外国人が日本語ができて雇わない。例えば私は以前勤務していた会社で3分の1は、インド人、中国人やアメリカ人がいていいと言った途端に私はものすごい攻撃を社内で受けた。この例に限られることなく、例えば産業再生機構がアセットを外へ売ろうとすると、先生方からまず出る質問は、外国人じゃないだろうな、ファンドじゃないだろうなである。これは官庁も同様である。必ずこの質問を受ける。

結果的には我々は完全にフェアに入札をさせたが、非常に深い問題があると思う。

(菅野メンバー) 今、齊藤メンバーから、ビッグバンのところからお話を聞き起こされたので、少々フォローアップさせていただくと、確かにビッグバンのフリー、フェア、グローバルで非常に期待が盛り上がり、東京もようやく目が覚めたかとい

うことで、特にあのかのときはITのブームがあり、かなり期待が持たれた。しかし、金融業に限らず、ほかの産業でもそうであるが、日本で活動することに3つの難点というのがある。1つはコストが高いということ。これはその後の地価の下落などにより、さっきお話が出たように、日本はむしろ安いというくらいになってきている。2番目が監督・規制の話であり、規制が不透明だということである。3番目はビジネス・オポチュニティの問題で、ここはもうちょっと議論になる。2番目の問題についてはJPモルガンも含めてグローバル化をどんどん進めており、海外でもどんどん資本が集中しているが、グローバル戦略を考えたときに、アジアでなぜ東京に拠点を置けないかという、一番はコストでも何でもなし、不透明さにあり、これが一番嫌われる。予測できないというのが日本の東京市場の非常に大きな問題点で、我々としてはぜひ東京にいろいろなリソースを置いてやった方がいいんじゃないとか、東京の発展はこうあるよといっても、最後はそのところでどうしても本部は納得できないということがある。日本は、監督と規制についての不透明性が高いので、みすみすビジネス・オポチュニティを逃しているなという気がする。

例えば、我々は検査を受ける方だけれども、金融庁の検査を受けると、毎回検査官によって対応がかなり違う面がある。

それから、後で細かいお話を申し上げるが、証取法65条の問題をどのように考えるのかということである。最近外資系も声が弱くなっているのは、立法の措置があるので、65条なんてすぐ直らないと思われる中で、そういうのを金融庁に言って、ご機嫌を損ねてはいけないということで、かえってみんな言わなくなっているとかという面もある。このグループではそういう抜本的なところをぜひ議論して、そういう方向にさらに一歩でも二歩でも進められたらいいなと思っている。

(田村政務官) 私のところに外資系のコンプライアンス担当の方がよく来るが、一つは予見可能性とコミュニケーションが足りないということをよく言われる。例えば、FRBやSECと比べてみると、FRBというのは銀行に毎日来るほか、SECも定期的に来る。金融庁は急に来てつかまえるという印象が持たれている。このように予見可能性を高めてほしいということと、コミュニケーションをもっととってほしいということをいわれる。お互いが怖がっている部分もあるので、そこを何とかしたい。コミュニケーションをしっかりとるということが大きな課題だと思う。

(斉藤メンバー) 私はアメリカでSECの検査も受けたが、ご案内のように、アメリカもものすごく厳しい。アメリカのSECの検査では、こちらが費用も負担しなければならぬから、費用負担を増加させたくなかったら急いで書類を出せというふうな脅迫的なことを言う。現場で両方を受けてみるとわかる。私は不透明性の問題に対処するには、お互いがもう少し率直に議論しあった方が良く考えている。日本の業者が逡巡している間に、外資系がしっかり頑張ってもうかったという例も

東京ではある。恐らくこれはインドだったら、これはできなかつたらうな、残念だなと思う。日本でこんなことを何で外資がやるんだということだっちはっきりいうとあった。それを見逃してきた面もある。

逆の事は恐らくアメリカでは、そう簡単にはいかないと考えられる。例えば我々はウォール街である日本の会社を野村の主幹事で上場したことがあるが、ウォール街挙げて総スキャンであった。それまで日本の企業がウォール街でファイナンスするためには、メイン即ちツームストンのトップはモルガン・スタンレーとかメリルリンチとかでなければならなかった。我々がツームストンのメザニンぐらいかセカンドに乗るとというのが慣習だった。その会社は今ではかくなかったが、当時は小さな会社で、日本でファイナンスができなかった。それで、我々は主幹事をやったが、途端に、よくもやりおったなとはっきり言われた。

結局、例えば日本の証券会社が、A T & Tとか、そういうところのリードマネージャーがアメリカのマーケットでとれるかと言う問題だ。日本ではN T Tのリードマネージャーをゴールドマンサックスが勤められるなど主要企業の主幹事をほとんど外資がやっている。これはビジネス競争だと言えそうかもしれないが、ウォール街というのは非常に窓が開いているようで、入ってみると奥は浅い。

(田村政務官) 検査・監督と関係あるのか。

(斉藤メンバー) 私は現在、直接、金融庁とどうだと比較できる立場にはないし、データもないが、私は日本が何かおかしくて、向こうは非常にパーフェクトだという感じは正直いうと余り持っていない。是々非々、それぞれ立場があるということ。

(大崎メンバー) 透明性の話が出たので、一言申し上げたい。私もいろいろな外資系の人たちと日米経済協議会という場で議論をしたときに、そういう話をたくさん聞いたし、不透明で困るというような声は、例えばA C C Jの意見書などにも書いてある。私は、具体的にどういう点において不透明性を感じたのかということを書いてほしいということを再三お願いして、徹底的に聞いたが、結局のところ何なのかというのがよくわからない。

例えば、当局から思っていたことと違ったことを言われたとか、検査官によって違うことを言ったとかというような例は出てくるが、これは正直言ってアメリカのSECやNASD（全米証券業協会）にもしょっちゅうあることである。彼らも人間であり、ロボットではないので、全員が同じことを言うわけではない。むしろそういうことが起きることを当然視して、例えば野村のニューヨークでは今NASDの元主任検査官だった人をコンプライアンスのヘッドに雇うことで、いわばそのコミュニケーションをよくするような工夫をしている。そこについては、私はどちらかというとき斉藤さんがおっしゃったのと似たような感じを持っており、特別日本が変な仕組みになっているとか、予測可能性が低いということではなくて、むしろアメリカやヨーロッパでも当然起きるようなことが日本でも起きているのであろう



という感じがしている。

それから、日本で特に監督官庁との交渉をやっておられる方が、意外とアメリカやヨーロッパの制度について詳しい人じゃないというのも誤解の一因ではないか。外資系の方の場合、日本語が得意な日本プロの方が多くて、アメリカの証券法をよく知らない人が多かったりするというようなこともあって、いろいろな誤解が生じているような気がする。

今日は初回なので、その細かいところに余り入り込みたくはないが、基本的な議論のスタンスについて私が思っていることがあるので少々申し上げる、国際化を進めようということであるが、何のために国際化をするのかというのをもう一回確認しておいた方がいいという気がする。一つは少子高齢化が進む中で、どうやって豊かな日本というのを維持していくのか、そのためには国民の金融資産の過半が預貯金にとどまっているというような状態でいつまでもいいのかというような問題意識があるのだろうと思うし、もう一つはそれと関連するが、そういったお金をどうやって有効に例えばアジアの発展に使っていくのかということもあるだろう。さらにもう一つはそれとはちょっと違うが、日本の金融産業自体の国際競争力の強化ということがあると思う。この3つは、それぞれ関連はしているのだけれども、やや違う方向を向いたりしているところがあるので、そこはきっちり理解して整理していく必要があるのではないかと思う。

それから、もう一つはこれを進めていく上での課題として、先ほど齊藤メンバーがおっしゃったことに関連するが、私は日本の今の排外主義的な空気というものをどう考えるかということの大いに取り上げることが必要であるという感じがしている。私は正直、金融庁や諮問会議で国際化という題目が出てきたことに率直にいうと驚いているが、これまでの日本の社会の主流の論調を見てみると、外国人は帰れというようにしか聞こえなかった。どうやってそういう開かれた日本金融市場みたいなことに社会的な支持を得ていくのかというのは結構大きな問題ではないかという感じがしている。

それと、もう一つは、良い、悪いは別にして、国際的な金融取引の常識というのは、基本的に英語プラス英米会計ということになっているという前提をどう考えるのかというポイントが大きくあるのではないかと思っている。

(池尾メンバー) 先ほど副主査の指名を受けたが、金融審の方の議論は私がチェアをすることになる見込みである。

いろいろあるが、今出ていた話で、金融行政に関しての点が出ていたので、その点からまず申し上げたいと思う。その点に関しては私も齊藤メンバーとか大崎メンバーのおっしゃったこととほとんど同じような感触を持っている。日本の金融機関に対して要求しているコンプライアンスのレベルというのは、過去に比べれば高くなっているかもしれないが、国際的に見て非常に高いものを要求しているというこ

とはないと思う。政務官がおっしゃった言い方であれば、プレーヤーのコンプライアンスに関する相場観を引き上げてほしいと私は思っている。その中で、いろいろ間違いとか行き違いとか起こり得るわけだから、それこそ先ほど出ていたようにやり合えばいいということで、そのためには両方がもっとリソースを割かなくてはならないと考えている。

金融行政、監督行政に関して、霞ヶ関の基準から言えば、この行政改革で定員を減らさなくてはならない中で、金融庁は大幅に増員してきた。ただし、それは霞ヶ関の基準から言うと大幅に増員しただけであって、本来必要とされる人数ということを見ると、リソースが非常に限られている。アメリカのマネーセンターバンクだと、聞いた話では常駐しているのだから、日本だってメガバンクとかも突然行くのではなくて常駐すればいいのであって、常駐するだけの人数を割かなければならない。そのためのコストをどう負担するかで、それは税金じゃなくて検査を受ける金融機関が負担するという形にするのが一つの点かもしれないが、とにかくもっとリソースを割くことが必要。

それに関して、ソフトバンクが0円広告で公正取引委員会に訴えられた後、やり合ったが、あのときにたまたまソフトバンクモバイルが公正取引委員会のOBを自分のところの法務部に雇っていたことにより、非常にやり合えたということがあった。結果的に、あの問題はソフトバンクモバイルだけの問題ではなくて、ドコモだってauだって同じように広告がおかしいではないかというふうなことに持っていった。ああいう交渉を金融機関が金融庁とやるようにならなければならない。そのための人材とかリソースをもっと持たなきゃいけない。そういう問題で、金融行政に関してはSEC型がいいのか、FSA型がいいのかという型の議論があるが、その前にもっとリソースを割いてからの話じゃないかと思う。限られたリソースを縦に2つに割ろうが、くっつけようが余り大きな問題ではないというのが私の現状での考え方である。

本来的に申し上げたいことに移るが、東京をロンドン、ニューヨーク並みの国際センターにするということになれば、総合力の勝負になるので、狭い意味での金融制度をいじればどうこうということではとどまらない話である。既にそういう趣旨のことはご発言の中に含まれていると思うが、極めて総合的な力が問われることになるので、日本社会の文脈全体の中でそういうものをサポートするような文脈になっているかどうかということが重要。金融・資本市場という狭い世界だけでは何か国際化を言っても、外資にかわられることは嫌だみたいなことになっている限りは総合力という面でセンターを支えられるものには到底ならないだろう。通常金融制度改革とかで論じられる制度の話よりも、それを超えるような領域で力がかないと、国際センターという話はちょっとあり得ないというのが率直な意見である。

それに直接関連して2点あって、1つは90年代後半以降の金融政策のあり方であ

る。これはマクロ経済政策としては必要であったのかもしれないが、ゼロ金利を長期間続けて流動性をだぶだぶに出したというのは、金融市場の機能を鍛えるという意味で明らかにマイナスであって、金融市場の機能をスポイルしてきたと考えられる。それはトレードオフで、いいところ取りはなかなかできないところがあって、マクロ経済政策運営としては、依然としてそういう金融政策を続けた方がいいという意見は強いと思うが、それでもそのコストとして金融市場の価格形成機能を鍛えるという意味では、明らかにマイナスの効果を及ぼしている。東京市場の市場としての機能をロンドン並み、ニューヨーク並みにできるかという問題を考えるにあたっては、狭い意味の金融制度という枠を超えて問題が存在するということの一例として、金融市場を機能させるために、金融市場を鍛えるという観点とマクロ経済政策的にデフレ脱却を確実なものにするための金融政策のあり方という間のトレードオフの問題をどのように考えるかについての議論が必要であるし、そういうのがあるだろうと思う。

それからこれは事務局の人に前に申し上げたのですが、そうすると別なところで取り上げられるという話でしたけれども、東京を少なくともアジアの金融センターにしようと思ったら、アジアの主要都市に日帰り出張ができるような体制でなければならぬ。そうするとビジネス便に限定してでも結構なのであるが、羽田からビジネス便がアジアの主要市場に飛ぶという状態にならない限り、やろうと思えば日帰りで香港にしる、中国の主要都市にしる、台北にしる行けるというのがなくて、センターとして機能するなんてことはフィジカルにあり得ないと思う。

だから、狭い意味での金融制度というのも非常に大切であるが、ここでアジェンダとして掲げられている課題からすると、その課題は非常に高いところにあるので、狭い意味の金融制度の話はかなり越えたところで総合力として高めないと実現は不可能なのではないかと考えている。

(伊藤メンバー) 今、総合力という話が出たが、幸いにもグローバル化改革専門調査会は経済財政諮問会議の下にぶら下がっている機関なので、御自由に意見をを出していただきたい。東京を、ニューヨーク、ロンドンと競えるものにするという観点から、たとえば羽田からアジアの主要都市へ日帰り出張できるようにするというのは私も大賛成なので、ぜひそういうことが必要であれば盛り込んでいただきたい。それから、カルチャーの話があれば、それも盛り込んでいただいて経済財政諮問会議に上げていただければ、他の議題とも関連するという形で引き取るので、ぜひワーキンググループでも総合力の観点から話していただきたい。

ただし、もちろん一番期待されているのは、具体的に金融監督や市場のどこに問題があるのかということだ。先ほど大崎メンバーからも具体的な話を突き詰めたいというお話があったが、具体的な御提案をしていただければと思う。

先週、ダボス会議のオルタナティブ・インベストメントの会合で話をした際、あ

るファンドの関係者から、なぜ我々は日本においていい評判が得られないのか教えて欲しいと言われた。重要なのは、東京をニューヨーク、ロンドンに匹敵するものにするという時に、先ほど斉藤メンバーの仰ったように、イコール・フットィングでフェアな決定をしていくことではないか。そうすることで、長期的に東京を信頼されるマーケットにすることができるとともに、様々な決定について最も国民の理解を得られやすくなるのではないか。単に東京証券取引所への上場外国企業数等が減っているというだけで東京の地位が軽くなっているということではなく、そこでプレーするプレーヤーが信頼して活動をし、そういう活動をする金融機関が何ら差別を受けないという信頼感を醸成していくことが重要であり、そうしたことが非常に東京のため、かつ日本のためになり、次の世代の繁栄につながっていくということに対する国民の理解が得られるようにぜひ考えていきたい。単に上場企業数を増やすとか、優遇措置をとるとか、そういったことは全く考えていない。

それから、不透明さについても、できるだけ具体的に制度改革につながるようなものがあれば、ぜひ出していただきたい。

池尾メンバーの話に戻ると、金融センターになるためにはどうしたらいいのかということで、先ほど菅野メンバーからも話が合ったコストの問題はほぼ解決されたであろうと思う。残念ながら、10年間の経済停滞で東京のコストは非常に安くなった点はあると思う。また、監督体制の問題や、ビジネス・オポチュニティの問題もあるし、都市として金融業界で働く人々にとっても魅力的な街でなくてはいけない。その点都市としての東京の魅力は大きいと思う。またよく聞くのは、先ほど大崎メンバーの意見にあったように、英語ができる人材のプールがある程度なければならない。そうすると、大学教育かもっと下の中等教育の問題になるのかもしれない。

ただやはり、東京という街が魅力のある街だということは非常によく聞くので、そこはプラスだと思う。だから、例えば5つか6つ金融センターになる条件があるとしたら、4つぐらいは満たされているのではないか。私は楽観的で、あと1つか2つクリアすれば何とかなるのではないかという感じを持っているので、ぜひ知恵を出していただいて、いい提言をまとめていただけたらと思う。

(上村主査) 私は東京が金融センターになるには欠けているところが少なくとも制度的には相当あると思っている。

要するに、先ほど池尾メンバーメンバーが仰ったように、アメリカのやり方というのは、もっとリソースが必要な仕事がいっぱいある。欧州型とは、法の発想や中身が日本と全然違う。要するにヨーロッパのように例えば自己株は原則禁止、種類株の自由も余りない、企業再編の自由もさほどない、ストック・オプションには警戒的、最低資本金は厳しい。アメリカが自由でも変えない。変えないとグローバル競争に遅れるなどと焦らない。しかし、例えばシティのルールに非常に権威があっ

たり、ジェントルマンズルールが非常に機能していたり、自主規制がベストプラクティスを求める法以上の規範性を有していたり、そういう伝統社会の良さを使ってやっていく。長年の失敗の経験から、資本市場とは結構距離を置いてやっていく。アメリカというのは最大限に自由だけれども、最大限の規律も用意している。日本は自由はアメリカ並みだが、アメリカの自由をやっと成り立たせている規律はまったく伴っていない。

ルールの透明性には2種類あって、人倫に関する罪や、資本市場でも自由度が低いところでは、罪刑法定主義がやたらと強調される。しかし、アメリカ型は最大自由の市場だから、かなり規律をしたつもりでも不正は日々連続的にかつ大量に発生するので、ルールメイクとエンフォースメントが同時進行で時々刻々と粛々と実施されていかないと持たないシステムである。アメリカ型というのは、このように、市場の現場で、時々刻々違法行為を認定して、その場で処分をして、その場でルールメイクをするという、そういう最も大変なシステム。自由が最大というのは、こうしたシステムに堪える覚悟を要するシステムなのだが、日本はこれを選択したという自覚がないのではないかと思う。

その大変なシステムでやっていくことに耐えられなければ、ヨーロッパの方に少しずつまた戻していかなければならないかもしれない。要するに日本の法的な総合力をきちんと見極めて選択をしなければならぬ。総合力とは法定だけではないと池尾メンバーが仰ったが、例えば金融・資本市場のルールをきちんとやろうとすると、民法の損害賠償、差し止め、また刑事法も伝統的な刑事法ではなく、アメリカ的な量刑ガイドラインを認めるような、そういう刑事法とか、民事訴訟の手続きだとか、それらが一体として形成される必要がある。それから彼らが詐欺とか受託者責任とか不法行為、そういう概念を徐々に、マーケットにも使える概念に変えてきた、そういうプロセスが日本にないのも大事な視点。インサイダー取引とか、相場操縦のルールはあっても、それ以外は急に民法の世界になって、この落差がものすごく、IPOとか、相対型の取引ルールの辺の世界になると、ルールが大きく欠落していることもある。

別に金融・資本市場だけではなくて、今の日本の社会は、年金の問題にしても何にしても、ルールとか法とか、そういう問題で壁に当たっていると思う。今はルールとか規範とか法とか、そういう大きな壁に日本の社会が挑戦しようとしている。日本は100年間外国の法制度を学んできた珍しい国民であり、非常に長所はあるはずで、市民法のレベルでは非西欧国家では相当の水準にいつていると思う。ところが、最大自由の金融・資本市場をうまく使いこなすという最難事はまだ始まったばかりで、私はそのための標準装備ができていないとは思えない。

そこで、現在の状況をどう見ているかというと、マーケットでの不正を時々刻々摘発する体制がそもそもできていないと思う。したがって、いろいろな問題が起き

ると、金融庁はその段階では違法ではないと言う。しかし、明日から違法にすることをずっと繰り返している。村上ファンドの市場取引と相対取引の組み合わせ、特例による5%ルール適用除外もそうだし、損失補填、飛ばし、いろいろながあるが、その時点では違法だと言えないのが常である。法律家というのは解釈をするから法律家なので、私は全部違法という法運用が可能だったと思っている。しかし、そうやってしまったら金融庁は何をやっているのか、ということになるので、常に今は違法ではないという形でやって、明日からは違法にしますでやってきた。つまり現在進行形で法が機能していない。現場で違法行為を認定するシステムがない以上、怖くて処分できないという状況が問題だ。

その分どう埋め合わせるかということ、それが業者の処分という形で表れているように思う。このところ、金融処分庁と言われているぐらいろいろな業者の処分が続いているが、ここなら、許認可権があるから安心して処分できる。マーケット本体の話ができていないから、業者規制の方で張り切っているという感じである。そういう意味では本当のマーケット本体の規制に真正面から取り組めるような体制をつくる議論をしなければならないので、それはこの場でしかできないのではないかという感じがしている。

(齊藤メンバー) 確かに法律的な手法としてのウォッチングというのは仰るとおりだと思う。我々が現場で見ている、日本の何が欧米と違うかということ、マーケットが不正に対してパニッシュをかけ切らないことである。

私は産業再生機構ができたときに米国に説明に行った際、彼らから、ようやく日本がリスクマネーを入れられる市場に変わったと言われた。機構のやり方を見て、ある程度バランスシートの読み方がしっかりしてきたことや時価会計的な見方をしたり、減損会計を入れたりする動きがようやく評価されるようになった。また、効率的にリスクマネーを入れる市場に変わりつつあるということも言われた。他方で中国についてはインフラができていないのでリスクマネーは入れられないとのことだった。一番驚いたのは、インドにはとっくにリスクマネーを入れているということだった。インドはまず完全に英語が通じる。また、アングロ・アメリカン的な法律体系を持っており、彼らから見るとインドの方がはるかにリスクマネーが入れられる市場になっている。

だから、日本経済や国民をどうするかといったときに、リスクマネーが入らないと利益も出ないし、産業そのものが回復しないので、そういう意味でリスクマネーを入れられるような市場にしなければいけない。そのためには、リスクをとって入れる人に対してそれなりのリスクに見合った利益が出る市場にしなければならない。そのためにはフェアで同じプレインフィールドでプレーができるような透明性の高いルールにすべき。厳しいとか厳しくないというのは、私は規律自体は厳しくていいと思うんですね。全く素人の投資家が資産を預けるものであれば、ベースラ

インは投資家保護を行うことが重要であり、アメリカでも投資家を傷めるということは絶対許さない。

例えば、以前の話で現在は知らないが、私どもが驚いたのは、アメリカの投資信託を日本に持ってきて簡単に売れたことである。大蔵省に通知して売れば売れた。アメリカには日本の投資信託を持っていても簡単には絶対に売らせない。もう一回SECに再登録させて、事件があったときには必ずアメリカの裁判所で裁判にかけると認めさせない限り売らせない。日本の方がスポンと穴があいているというのは実はいっぱいあるのではないか。だから、アメリカは東京の資本市場は閉鎖しているというような言葉を使うが、こちらはそれなら同じルールにしようということは欠けていた。だから、堂々と言っていけばむしろ向こうも透明性を感じるんですけれども、言わないで何かぐじぐじとやるから、外国から見ると東京の資本市場は透明ではないと映るのではないかと思う。

(伊藤メンバー) 2点申し上げたい。

1つは、例えばロンドンではオンサイトの検査はないとか、ニューヨークとロンドンもそれぞれ監督体制が随分違う仕組みになっている。日本は多分そのどちらでもない、何かドイツ型みたいなところから、ロンドンやニューヨークの、いろいろな要素を取り入れてやろうとしているので、それをつなげるときに、木に竹をつなぐと変なことになる。両者のいいところをとって設置することもできるかもしれないがそういう点で何がモデルかという一つのベストなモデルというのではないということ認識する必要がある。何がいいかは本当に我々の中で考えていかないと、何かモデルがあって、それを目指していくという形では多分議論はならないと思う。皆さんにはぜひそれを念頭に置いていただきたいと思う。

それから、法律の間にコンフリクトがあったり、この前の消費者金融の話もそうですけれども、別々の法律で同じことをやって非常に不都合が起きたりということがあるので、この際何か金融関係の法律を一つにまとめるとか、ぜひそういうことが必要なのであれば提言していただきたい。

(上村主査) 日本は、例えば自動車とか電化製品について、最後に登場しても欧米にキャッチアップして、最もいいものを作るようになった。法は、そんなに簡単ではないだろうが、この最も難しい分野で、世界的に見ても最も洗練されたモデルを提供するというくらいの覚悟でやればそこそこのことはできるのではないかと思う。イギリス、アメリカの強みは、今までの失敗の経験、体験が遺伝子のように社会の中にあって、警戒的に、あるいは最大規律で行こう、といった認識を共有しているところにあるが、しかしそれは論理的に整理されてはいない。だから、それを最も論理的な形に構成して、経験の不足を理論と知恵で補っていくという発想が不可欠だと思う。日本は、例えばマーケットというような普遍的概念で理論構成することで本当にリスクマネーを投じられる資本市場の体制をつくったのだという線、

つまり理論モデルは日本がベストだというあたりを大胆に求めていく。そうすると中国やアジア諸国にとっても最も参考になる、尊敬に値するモデルだということになりかもしれない。そのためには、この分野で学問や理論を大切にし、経験しなくても実施していくことが必要だと思う。

(田村政務官) 法律自体はそうかも知れないが、監督当局とすれば最も問題なのは運用だと思う。例えば証券取引法などでもインサイダーや不正取引については、キャッチオール・プロビジョンになっている。訴訟を起こして判例をつくっていけばいいのであるが、それを怖がっているのが問題。

(上村主査) それは日本の最高裁の合憲判決のある規定である。

(大崎メンバー) 確かに日本で裁判に訴えるところが少ないのは事実ではあるが、日本の司法制度全体の中で金融・資本市場をめぐる法だけが突出するのは、非常に難しいし、多分あり得ないことだと思うので、下手をすると杓子定規な解釈によって出鼻をくじかれるリスクを伴っているということは注意する必要があると思う。私はむしろそこで自主規制の幅を広げるという方策があるのではないかと思う。

(田村政務官) 証券取引所のことか。

(大崎メンバー) 取引所ばかりでなく、私はこれからはむしろ証券業協会の方だと思う。取引所は一プレイヤーになっていく存在だと思う。例えばライブドアの件についても私は当時まだ金融庁の見解も出ない段階で、あるところに書いたが、アメリカの判例に照らしたらほとんど同じ事実関係で違法とされていた例がある。恐らくトストネットを通じた取引というのは、アメリカだったらSECはつかまえにいったであろうと。ただ、一方でそのとき同時に書いたのは、日本における法解釈の常識から言うと、これは違法とはされないだろうと。つまり文言にとらわれる解釈というのが横行している以上……。

(上村主査) それは河本一郎先生も昨年お亡くなりになった神崎克郎先生も私も、少なくとも証券取引法の専門家3人は前から違法だと言っていた。

(大崎メンバー) そうであるが、それを裁判所が認めてくれるかというところまでの……。

(上村主査) 最高裁は最近実質判断でしている。インサイダー取引の日本商事事件でも、日本織物加工事件でも、最近の蛇の目でも、いずれも形式解釈をした高裁の見解を否定している。

これだけ自由度が大きくなったら、負けることも覚悟してやらないとだめ。面子の問題ではなく、ルールが確認されればよい。

(大崎メンバー) それはおっしゃるとおりだが、しかし一足飛びにそこまで行けるのか。

(上村主査) 一足飛びに自由化しすぎてしまっているのです、少し戻す方がいいのではないか。これは昔の護送船団の時代に戻るという話ではなくて、欧州型で再構



成しようという話。

(大崎メンバー) 今そういう風潮が出てきてしまっていて、例えばMSCBの発行についても事前規制を課そうとか、株式分割についても一定の数値で枠をはめようとか、どんどん事前規制の時代に戻りつつある。これを是正するには司法制度に頼るのも一つの道であるが、自主規制をもう少し活用するのがいいのではないかと思う。

(上村主査) それは例えば日本版SECがどうなるかわからないが、SECはしょっちゅう被告になってしょっちゅう負けている。

(田村政務官) その通り。だから逆に怖がる。

(上村主査) 検察と金融庁は負けれない組織。SECはそういう面子の世界ではなくて、市場のルールを時々刻々示すことの方が大事。負けてもルールを示せばいい。そういう主体でないもの、とりわけ検察という市場規制に適任とは言えない組織が出てこざるをえないというあたりが非常に問題だと思う。

(田村政務官) 一罰百戒と言っているのが間違で、百罰百戒にしないとイケない。

(大崎メンバー) そこはどう考えるかが問題。

(池尾メンバー) 本当にそうしようと思ったら、予算、人員の面でのリソースを手当てしなければならない。本当に一つ一つの行為をきちっと精査するにはどれだけの人員が要るかという話で、現時点では今利用できるリソースの範囲内でやることしかやれないわけだから、まずは金融行政にかける人員増やせるかどうかの話がある。

(上村主査) それもそうだが、それは規制当局が自分で事実関係を認定して、それを告発とか、あるいは事件に持っていく話ではないか。

(池尾メンバー) 私が言っているのは別にリソースを全員国家公務員で増やすという話ではなく、もっと社会的に増やすということで、官のレベルのみで増やすのではなく、何らかの自主規制機関のようなかたちでマーケットでのエンフォースメントないし規律づけにかかわる人員を全体としてふやすべきではないかということ。

(上村主査) 自主規制だけではなく、私人が例えばクラスアクションでやるとか、代表訴訟で訴えるとか、いろいろあり得る。それから、私人がバウンティ、報償金目当てで情報提供を行う。税金で違法行為を探さなくてもよいという素晴らしい制度と見られている。それから現場で、やりましたと言わせるための武器をいっぱい持っている。最後まで抵抗するとどうなるか、やましければ争えない。包括規定も使うから。だから、何も監視委員会の人員があと5倍、10倍いなければならないということでは必ずしもない。ある程度の人員でも十分に使いこなせるシステムを用意することが先決。

(田村政務官) その通り。東証と業界と規制当局がどんどん役割分担していけばいいと思う。

そこで、2番目に東証改革の話になるが、これは絶対行う必要がある。

まず東証には、英語で仕事をするようにしてほしい。ドキュメンテーションとかレギュレーションもしっかり英語で出すようにしてほしい。

それと、新しい社長にだれか行かれるのだったら、チームで行ってほしいと思う。私が香港で会った香港証券取引所の社長さんは前のACSBBCのナンバー2の方である。ナンバー2の方はSECに10年いた方、シンガポール証取の社長さんは前モルガンの社長さんだった方である。このように、外部の血をたくさん入れる、チームで行く、英語で仕事をする。こういうことも含めて、ぜひ皆さんには東証のあるべき姿についてしっかりと議論していただきたい。

(斉藤メンバー) 仰るとおりである。私は全く先生と同じ意見だが、例えばまだに英語のところをカタカナで書くと、消して日本語で持ってこいというような役員だって日本にはまだいる。

また、アメリカの企業が東京で上場する際、日本の会計手法を導入して、訳すだけで物すごいコストがかかるのに日本語にしなければならない。だから、私は東京証券取引所を国際化するには、まさしく仰るようにファイリングを英語でやれるようにしなければならないと思う。また、ファイナンスをやる場合はまず会計基準を同じように合わせなければならない。あるいは日本の会社を買収するなら東京へ上場してくださいと、そういう情報公開を義務づけてやるとか、そういう具体的なことによって、流動化して国際化していくしかないのではないか。

(大崎メンバー) 東証外国上場という話は結構大事な問題だと思うので、申し上げておきたいのだが、この問題は大きな誤解がいろいろ重なっているように思う。まず120何社までいったものが24社まで減った理由であるが、これが日本語の翻訳コストだけが理由であるということは誤解だと思う。というのは、これは資料4にも出ているが、実は上場しないで日本の有価証券届出書をファイルして公募を国内で行っている会社は多数ある。この人たちは当然だが、日本語の翻訳をして、有価証券報告書も日本語で提出している。それでも公募をする人がいるということは、それなりのコストに見合うリターンがあれば、日本語でファイルするためのコストはリーズナブルなものとして負担する。そうすると、なぜ東証上場が嫌われたのかというと、これはむしろ流動性の問題だと思う。

つまりごく少数の例外を除いてすべての東証上場外国企業は、すべて外国の証券取引所の市場と重複上場である。東証における売買がほとんどないという状態があったわけで、そこまでして上場賦課金を支払って上場を維持することにメリットがないというのが恐らくほとんどの会社の判断だったんだろうという気がする。英語のファイリングを認めるか認めないかというのは、別途考えるべき問題だと思うが、まずそのところから認識をしておく必要があると思う。

それから、もう一つは東証の上場外国企業が減るということは果たして国として

問題なのかというところもきちっと考えておく必要がある。東証の経営上は問題だと思うが、東京市場がそれによって国際的に何か劣後しているとか、衰退しているということを指しているのかどうかというところは、私は相当違うのではないかというふうに思っている。

(上村主査) それは有価証券報告書提出会社はむしろ減ってないということか。

(大崎メンバー) それはきちんと数えないと何とも言い切れないが、ただこの資料4の4ページのPOWLを行った会社が有価証券報告書提出会社であるというのには間違いない。

(池尾メンバー) 外国の証券取引所にわざわざ上場する理由というか、どういうメリットを期待してわざわざ外国の証券取引所に上場するかという点で、幾つか考え方があがるが、一つの議論としては、例えば日本の古くは三菱銀行がニューヨークに上場するとか、みずほが上場するとかというのは、資金調達为目的で上場するのが中心とは余り考えない方がよい。特に開発途上国の企業などが先進国の取引所に上場するというときには、その取引所にリスティングを認められたということがある種のスタンダードをクリアしているという証明になるということで、自国の会計制度やガバナンスの仕組みなどが十分でないほど、そういう国の企業はそれがしっかりしている国の取引所に上場することによって、自分たちは先進国水準の基準を満たした存在なんだということを示すことによって、ほかのところでの資金調達や、様々な面の利益を得るとというのが外国の証券取引所に上場する大きなメリットだというのが一つ経済学の仮説である。

それから言うと、東京の基準は厳しくなければならない。東京証券取引所に上場する企業というのは、財務会計面でもコーポレート・ガバナンスの面でも一級の水準を要求されているんだと、そういう一級の水準をクリアしていないと上場できないんだというふうになっていないと、わざわざ外から来て上場する意味がむしろないということになる。だから上場しやすくするために基準をディスカウントするのは、上場のメリットを実は掘り崩しているような話になるのではないか。その辺の勘違いがすごくあるんじゃないかという気がする。

(斉藤メンバー) 東証も最初のIPOのときの審査は物すごく厳しいが、フォローアップが全くない。他方、ニューヨークはきちっとフォローアップをする。だから、池尾メンバーが仰るようにNYに上場しているということがクレジットになる。だから、そこは東証が今後どうやっていくかという一つのやり方で、ただマーケットに流動性がないといけないので、別に違法を認めるとか、そういうことではなくて、言葉の問題とか会計スタンダードの問題で譲るところは譲るといったことも必要。

(池尾メンバー) だから、コストの方を下げる努力をした方がいいと思うが、そもそもベネフィットがもしゼロだったら、コストを幾ら下げたって上場しない。し

かるべきベネフィットがあるという状態の中でコストを下げることに意義が出てくる。

（菅野メンバー） アジア系の企業等日本語がしっかりしていない企業が東証に上場するケースと、欧米の企業が上場するケースがあるが、欧米の企業が東証に上場したからといって、自分たちのスタンダードが日本に合ったといって胸を張るところは多分余りないと思う。

J Pモルガン・チェースは数少ないがまだ残っており、だんだん希少価値が出てきているが、なぜ上場しているのだとよく聞かれる。そのメリットの一つは東証に上場していて、日本にフランチャイズを構えているという、もっと広い意味では日本のマーケットで、のプレーヤーとして活動し、現地法人のように日本のシチズンシップを持った企業であるという一つのシンボルみたいなものとして我々は考えている。それはコストは安い方がいいけれども、突き詰めるとこの話は、日本でビジネスをやるメリットはどこにあるかという話につながると思う。

さっきの透明性の議論について一つだけ言わせていただくと、ここに対する反論は確かに幾つかあって、確かにアメリカやイギリスでも不透明である。ただ、この議論の反論は余り意味がないと思う。確かに、裏で人を雇ってやるなんていうのは幾らでもあるが、ただ向こうのロンドンのF S Aとか何とかというものもぎりぎりまで表系でやる。最後のところでただアメリカとイギリスと違って、イギリスは訳のわからない落とし方をしてする。

ただ、日本人はすぐ先に落としどころの議論をやってしまって、司法もしくは他の方法で徹底的にやればよいという話はそのとおりだと思うが、日本では余り徹底せず、面倒なことは避けて早いところ落としどころを見つけようとする傾向が強い。したがって、透明性の議論では、アメリカにはこういう裏があるから日本もという議論ではなく、一番の問題は一貫性だと思う。法をつくる精神というものは何なのか、それを受けての運用というのはどうなっているのかということ。

後日、具体論のときに議論したいと思うが、まだまだ運用の面での問題がある。我々海外の企業からすると、みんな日本でやりたいと考えている。やりたくない訳ではなく、やりたいのだけれど、日本でやらせてもらえないという方が圧倒的に多い。

私はもともと日本の組織から今の職場に来たが、日本の応援団は物すごく多い。日本に頑張ってもらいたい。特に最近では中国も出てきて、何か日本人は自己を過小評価している傾向があるようですが外人投資家の中には日本への応援団は本当に多い。日本にも投資したい、日本でビジネスしたいという外国企業は多いのに、何で日本の当局は税金や法律などで我々の足を引っ張るのかと考えている。

一番私から申し上げたいのは一貫性である。彼らとしても一生懸命日本の行動原理というのを知りたがっているが、日本に行く与会う人ごとに少しずつ違うことを

言っており、それで見えなくなってしまうと言っている。それで、これではだめだといってよそへ行ってしまふ。よって透明性の問題は池尾メンバーがおっしゃられたような飛行機の問題もあるが、もっと前のコンセプトの問題であると思う。そしてもう一つ挙げるとすると説明責任の問題である。

日本では、こういう制度なのだというものがあればいいのであるが、金融庁の人に話を聞いても、なぜこの法律はこうなっているのかといった過去の経緯を話してくる。要は木に竹を継いだような部分が沢山あり、日本人はそれで納得してしまうが、海外の人が見たときに、それぞれが全部どうしてそうなっているかというのが非常にわかりづらい。こういうことが予見性の欠如につながるので、アカウンタビリティがあるような制度にしてもらいたい。

今までの議論はかなり証券市場が中心だが、資本市場も非常に大事である。ここでの議論のテーマは金融・資本市場なので、できれば議論はもう少し広げて、金融市場、金融機関、あるいは銀行の間接金融なども含めて、いろいろ議論していただきたいと思う。

(上村主査) おっしゃったとおりだと思う。そういうことこそ、ここの議論にふさわしいと思う。

大体マーケットで何か起こると東証はけしからん、企業に何か起こると監査法人はけしからんと、大体そういう流れになっているが、市場規制の体制ができていない、本格的な市場規制が整備されていないところに最大の問題があるのであって、それがなくて東証や監査法人ばかり叩いても仕方ない。いささか私は彼らに同情も禁じ得ない。金融庁は少なくともやることを十分にやっていると言えるにもかかわらず、東証と監査法人がだめだから、というのが本当は筋である。違法行為の認定もできず、争われたら司法でいくしかないような状況で、規則制定権限もほぼ完全に金融庁に握られ、何か不正が起きても、そのときは違法ではないという金融庁が、東証や、マラソンで言えばアンカーである監査法人を叩く図は、どうも美しくない。

それでは、ここで松本メンバーの資料を事務方から紹介していただく。

(梅溪審議官) お手元の資料の5で説明する。

本日は所用のために松本メンバーが欠席である。書面で意見が提出されているので、ポイントを簡単に申し上げる。

1であるが、東京をロンドンやニューヨークと並ぶ金融・資本市場とするにはどうしたらよいか。

(ア)、そもそも銀行が過大なこと、企業の内部留保が過剰なことが規律ある競争原理の働く、資本と流動性の最適化・再分配を実現する金融・資本市場の成長を阻害していないか。

(イ)、ちょっと短くすると、将来の国と家計の財政健全化のためにも、もっと

ハイリスク・ハイリターンなアセットの誕生を推進し、リスク・アセットの選択肢を広げるべきではないか。

(ウ)、これも短く紹介すると、資本主義ルールの啓蒙・浸透が必要ではないか。

(エ)、株主・投資家の利益が損なわれているケースもあるのではないか。財産保護ルールの確認と堅持はされているか。

(オ)、市場と株主に対する説明と配慮を大幅に増やす必要があるのではないか。

(カ)、取引に関するルールから主観的構成要件を極力排除し、より客観的な構成要件の比重を高め、海外を含めた各プレイヤーにおけるコストの低減と予見可能性の上昇を実現すべきではないか。

(キ)、マスコミ、国民、政治家、行政、あらゆる場所での金融・資本市場・投資リテラシーを高める真剣な施策が必要ではないか。

2 ページ目の 2、金融・証券取引が複雑化・高度化する中で、金融・証券取引の監督手法はどうあるべきか。また、人材をどう育成・確保すべきか。

(ア)、あらかじめすべての現在・将来ケースに対応する「法」と「体制」をつくることは不可能であり、むやみに法を増やし体制を増強することは必ずしも有効ではなく、コストだけ増えるのではないか。

(イ)、法の限界は、任意を含む積極的な開示の推進とノーアクション・レターの仕組みを効果的に利用されるように見直すことによって、補うべきではないか。

(ウ)、体制の限界は、経済懲罰的罰則と自首による減刑などで補うべきではないか。

(エ)、金融・資本市場は専門分野であり、ローテーションされないスペシャリストの養成と、金融・資本市場の専門家を回転扉式に行政の首席・次席クラスに登用する是非を検討すべきではないか。

3、証券取引所をいかに改革、強化すべきか。

(ア)、オーダーフローは、早晚取引所から離れていく可能性が高いと考えられ、上場承認、非上場化認定などの審査機能が取引所の主な役割となっていくのではないか。

(イ)、審査機能強化のためには、取引手数料に依存した予算から脱却せねばならず、課徴金の水準を大きく引き上げるためにも、経済懲罰的罰金を可能にする法制度の検討が必要ではないか。

(ウ)、独立したガバナンスの確立のための人材戦略を国として検討するべきか否か。

4、日本の会計基準、金融・証券税制や諸制度を国際的に調和させることや、監査、コーポレートガバナンスの強化のあり方についてどのように考えるか。

(ア)、会計、税制というインフラは、国際基準にしないと企業にとってはコストになり、ビジネスは国内ですが、上場も納税も国外でということになりかねない

いのではないか。監査、コーポレートガバナンスも行き過ぎるとコストになるが、時代の要請で不可避。結果、国際標準に合わせる以外に現実的な選択肢はないのではないかというコメントをいただいている。

(池尾メンバー) またネガティブと言われるかもしれないが、今の松本さんの資料の1ページ目の(ウ)とか(エ)の話なんかを見ても、それはそのとおりであって、金融ビジネスを発展させるためにはそうすべきだろうと考える。しかし、先ほど総合力ということを申し上げて、日本の今の社会の文脈みたいなものはどうもふさわしくないということであったが、確かに金融・資本市場を発展させていく上では、そうなのかもしれないが、例えば製造業なんかにとってはふさわしい文脈なのかもしれない。金融産業のための社会的文脈をつくっていくということは、例えば日本の物づくりの競争力とかに対して実はネガティブな効果を持つ可能性があるかもしれないという気もする。

(齊藤メンバー) 私は確かにそう思うが、この全ての問題は、仮定の話だが、円を70円にすればかなり解けるのではないかと思う。日本のGDP上20%製造業があるところ、アメリカのように10%とか、イギリスのようにもっとやれば、その70円とか50円の円を使ったら国民の生活水準は物すごく上がる。ただし、輸出は明らかにダウンする。そのかわり3次産業とか金融というのは強くなって、金利も恐らくある程度上がるだろうが、要するに輸入品は物すごく安くなる。国民の生活は大きく向上し、サービス産業が非常に改善する。しかし、現実には実際に製造業を落とそうというわけには行かないと思う。

(池尾メンバー) だから、ちょっとつけ足し的に時間がありそうなので、申し上げたのだが、本当はアメリカにしたって、イギリスにしたって物づくりは行なっておらず、国際金融センターのある国は物づくりをしないということになるのかもしれない。その辺のいいところ取りで両方に適合したような社会というのを構想することができるのかということを実は議論した方がいいのであろう。

(菅野メンバー) 松本メンバーの資料の中で幾つか共感できるところもある。特に1の(イ)のハイリスク・ハイリターンにおいて、あるいは投資のオポチュニティを広げることが一つ。もう一つは日本において1,500兆円ある家計の金融資産が十分に有意義に使われていない結果、資本に対するリターンが非常に低いということ。これは実質ベースだが、こうなってしまうということは、家計や国の産業構造の問題とは別に、イギリスにおける金融産業が何%GDPに貢献しているか、これは池尾メンバーや齊藤メンバーがおっしゃることそのもので、逆に製造業で見べきものがないから、人がそっちに行ってしまうだけではないかという議論がある。それとは別に絶対水準として、過去の実質ベースで見て、日本のリターンが少ない、あるいは実質金利が低いということは逆に製造業にとっては有利だったわけで、それだけ資本コストが低くて済んだ。

ただ、どうやったらこの1,500兆円を有効に使うことができるのかというのは、極めて当然の問題意識であって、それが今ここで議論しているような金融・資本市場の改善だけでないのは間違いない。

例えば、今日本で銀行の貸し出しが全然伸びていないが、興味深いことにこれだけ銀行の貸し出しが伸びてないというのは、世界中で日本だけである。もちろん途上国と先進国とタイプが2つあって、途上国の場合には日本の昔の高度成長期時代のように資本が不足しているために銀行が資金を提供しているわけであるが、先進国、特に欧米で今一番資金需要が多いのはM&AのMBOの絡みである。これが日本で非常に少ないため、銀行の資金も全然回転していない。だから、当然銀行の利ざやも薄く、金利も低いという悪循環に陥っている。ですから私は日本の金融・資本市場を発展させることが日本全体の国益と合わないとかという議論というのは、僕は全くおかしいのではないかと考えており、そういう日本への調達コストが低い中だけで生きている産業というのは、もともと競争力が落ちていくと思う。

齊藤メンバーがおっしゃられたように、70円、80円になればという話もあるが、今は逆の状況にある。これにより実質金利が安く、円が安くなる世界の中で、ますます円安でしか生きられない人たちがばかりが沢山でてきている。これは国際的に見て日本の所得がどんどん落ちていっているという話であるが、本当にこれでいいのかという問題がある。メジャーリーグでやっていた選手がどんどん落ちて、マイナーリーグでなら何とか戦えるけれども、次第にマイナーリーグでも歯が立たなくなり、その下に落ちていく。マクロ的にはこのようにとらえるべき話ではないかと思う。

(上村主査) メジャーリーグのルールを国民がきちんと信用できるほどに、この世界も信頼を獲得すれば、貯蓄から投資への流れも出てくると思うのだが、そうならないというのは、実はその水準を直感的に理解していて、その点では国民のレベルは意外と高いのかなという感じがしないではない。

(菅野メンバー) 金融機関がほとんどリスクをとらなくなっている中で、日本の個人は一生懸命せっせと貯蓄しており、それが最終的に外にキャピタルアウトフローになって出ていっている。その結果として円安が起きているだけで、日本の個人がやっていることは日本の企業に比べて極めて合理的で、よっぽどまともなことをやっている。

(池尾メンバー) 最初、金融政策の話をしたが、今おっしゃったようなことを考えれば、緩和的な金融政策というのはそろそろやめて、金利の正常化を急いだ方がいいのではないか。これは明らかに円安の原因をつくっているわけであるし、金利の正常化を急いだ方が為替はもう少し円高の方に行くだろうから、金融・資本市場の発展のためにはいいと思う。それがおっしゃったように中長期的に見て国益につながると思うのであるが、どうもそうでもないとおっしゃる方もいる。



(齊藤メンバー) まず、そういう提言をしたら経団連が強烈に反論するだろう。

また、一つ全く別の問題で、東証という問題が言われる。私が本当にわからないのは、昔は東証市場集中主義だった、要するに、オフマーケットのトレードというのを認めなかったのであるが、時差などの要因もあって、結局多くの方の要請により証券会社のポジションによる上場株のOTCトレードを認めている。こういうものを認めてきて、このITの技術がそれぞれアルゴリズムか何か知りませんけれども、天才的な数学者がいろいろなことを業者の方では行うわけである。

なぜそれを言うかということ、それは給料が東証と業者じゃ全然違う、利益構造が違うことから、東証のコンペーションはどう考えてもさほど上がらない。それにもかかわらず、優秀な数学者達の自己ポジション的なトレードがずっと増える。今、大手7社かモルガンなども入って、自分たちで電子取引をやろうという動きが出つつある。私は恐らくこれはできると思う。東証とかニューヨーク取引所だって私は同じだと思うのだが、結局どんな役割かといえば、単なるプールということだと思う。いざという場合の流動性を供給する機能だけという見方もある。オルタナティブが出て、ダボス会議でも問題になっているが、いまだに本当の姿はわからないわけである。どこにリバレッジのリスクがあるかどうかということは、アメリカでもずっと研究されているがわからない。どんどん流動性だけが上がっており、どこかでそのリバレッジがはねた途端に、OTCでやっていたら、いかに天才たちが数学で解いていてもだめである。相手がいなくなるという恐ろしさというのは、これはネットトレードをした経験がないとわからないと思う。私は債券でずっとトレーディングをやってきて、相手が消えるといことは本当に起こる。その途端に自己ポジションが大暴落していくことになるが、今そのときにこそ東証が必要になる。大きなプールがあって、東証自体は薄マージンなのだ。

我々がここで討議するとき、東証をどういうふうにもとで位置づけようとしているのか、あるいはニューヨークだってそうだと思うが結局、私は宇宙船みたいにアメリカとヨーロッパとインド人も入って、日本人も入って、一つだけ市場みたいなのを世界で浮かしておくしかないのではないかと考える。普通ときは業者がやっている。しかし、この世界では必ず何か起きる。私の考えでは、東証はその時のためのプールである。だから、何か東証を国際化しようとか、東証がどうのと言われるのを聞くと、私は何をこの人たちは言っているのかといつも思う。現実に私は東証はやれないと思う。これはここに討議するとき、どう着地するか結論を出す事は非常に難しいように思う。

(上村主査) それから、東証の組織形態の件だが、持ち株会社のガバナンスの問題を避けられないと思う。私も神田秀樹教授と一緒にやっているが、公開会社法というものがある。これは要するに資本市場を持った会社のガバナンスというのはどういふものか、あるいは資本市場を持った会社の会計、監査、内部統制とはどういふ

ものかを理論的に整理して公開会社法要綱として提案しようとしているものがある。ここでは、企業グループ法制についても一定の提案を行っている。そもそも情報開示は連結であるし、今度の内部統制も全社的內部統制ということで、子会社内部統制に関する責任が親会社にあることもはっきりしてきているので、子会社の債権者や取引先、少数株主が、親会社の内部統制構築責任を問う、という事態も待たないかもしれない。そういう意味ではここでもガバナンスというのがテーマになりうるとされているが、本当の意味で証券市場と一体の会社法制というものをきちんと構築することも一つの大きなテーマであると思っている。アメリカなどですと当たり前のことでも、日本では従来証券取引法の話と会社法の話は別だと見られてきたので、そういう感覚を理論と知恵で克服するという問題意識の重要な例として取り上げる必要があると思っている。機会があれば、ご説明させていただきたい。

(齊藤メンバー) 取引所の対象商品の問題も重要。株、デリバティブもあるでしょうが、国債も値づけだけやっているのかな。今度の金融取引法で見ると、金先は十分その取引所の対象商品になっているということか。

(上村主査) そうだろう。一体化できる。

(齊藤メンバー) 日本の場合は、これらを別組織が扱っているが、それがよいかどうかは検討に値する。

(上村主査) 商品も出ている。

(齊藤メンバー) 商品もあるが、これこそ農水省と金融庁が対立するのではないか。

(上村主査) そういうことを議論するのがここの役割なのではないか。

(齊藤メンバー) それは大いにやって、商品取引もできたら、そうすると先ほど言ったように東証のあり方というのも一つ論点となってくるか。

(上村主査) 東証と金先と商品を持株会社で包括した大取引所というものもあり得るだろう。マーケットが統一すると、法制も統一し監視システムも統一する必要が出てくる。長期的には。

(齊藤メンバー) まさしく金利アビットラージが出てきて、プライシングが非常にマーケットオリエンテッドに変わってくる。

(上村主査) そういうのがきっかけで、ルールの洗練性とか監視システムの一貫性といったことも議論しやすくなる。

あとは、私は証券取引法というのは独禁法の特別法だと言い続けている。つまり独禁法はモノとサービスの競争法である。それに対して、有価証券とか金利とか通貨とかコモディティとか、個別の集約したマーケットにそれぞれの狭義の市場ルールがある。どちらも市場のルールだから、例えば課徴金にしても、損害賠償にしても、規制主体の問題にしても共通のことがすごく多い。公取は同意審決、勧告審決みたいな審判審決機能もあるから、準司法機能もある。規則制定権もあるし、排除

措置という行政処分権もある。アメリカでもない、イギリスでもない、要するにこれらを包摂する大市場規制委員会のような大きな構想を考えることもあり得るのではないかと思う。SECでもFSAでもない構想である。日本は本当に包括的なマーケット規制を一貫した論理で構想する世界で初めての国だ、というようなこともあり得るかと思う。

(大崎メンバー) それはSEC創立前の1933年のアメリカの仕組みのようだが。

(上村主査) FTCではそうである。ただ、その後FTCがSECに変わったわけだが、この主張は両者を一体化させようというものである。

とにかく私は日本の制度論はなるべく理論的に整理し、再構成していかないと常に立ち後れると思う。アメリカは理論的ではないし、整理していない。イギリスも全然理論的整理などしないできた。金融サービス法ないし金融サービス市場法でようやくそういう機運があるが、もともとは全く理論的整理はしてこなかったものの、伝統的な社会の規範意識やデモクラシーの力でとにかくやれてしまえる力と経験がある。そこが不足している日本は、一番理論的で整理されていないと、彼らに追いつき追い越せないと思う。

ところで、大体時間が参りました。議論をまとめると、まず、貯蓄から投資へという話について、リスクマネーを本当に信頼して入れられる市場にするのはどうしたらいいのかということが一つ大きな問題として提示された。そのためにルールの不透明さを克服して予見可能性を高めなければならないが、そのためには何が必要かということ。そのための一つの問題意識として、行政の仕組み、監督体制をどうするか、それから人材の問題が指摘された。

この監督体制の問題と池尾メンバーがおっしゃったような総合力の問題を考えていく。監督体制だけ充実しても、法が今のままであったのであったのでは余り意味がないので、本当に縦横に法を使いこなせるような法の中身である必要があるのではないかという指摘もなされた。

それから、東証のあり方の問題が、最後のところに出てきたが、そういう大きな横断的な取引所のあり方を考えていけば、これは自ずとそこからルールの均一性、それから監視体制の均一性、そういう問題が派生してくるはずというようなこともあったかと思う。

あとは法的総合力の話だが、まさに日本の法とかルールというものが金融・資本市場というどの国も最も取り扱いに苦慮してきた、そういう問題と正面から今ぶつかり合っているという時代認識、それを我々が本気で克服するという事業は、まさに文化史的というか、文明史的な挑戦でもある、と私自身は思っている。

それから、あとは欧州の行き方とアメリカの行き方がそれぞれどういう社会的、法制的特質でやっているのかを、本質的に理解し把握することが必要で、そうした認識を踏まえて議論をしていく必要がある、ということはいえようかと思う。

それから、業者規制、プレーヤーについて議論すべきだという話があった。従来の議論というのは業者規制というのは護送船団時代の悪いイメージを引きずっていて、なるべく最小限がいいという、そういう発想が強く、金融審の議論もそういう論調だったと思う。しかし、私はマーケットが中心だということになれば、マーケットのさまざまなルールを動かしているのは業者であることから、業者規制こそが最も大事と言うことになると思う。護送船団時代の業者規制とはことなり、ここで業者規制とは市場の担い手としての業者規制という性格付けとなる。

あとは4月を目処にして具体的な提言ということだが、もとより理念的な議論も必要であることは当然だと思う。具体的な提言とするには間に合わない問題は、その後秋以降にまた検討するということになろうと思うが、4月までに中間的な報告をまとめるが、本質的な認識をきちんと示した上で、当面こういうものを、という話になるように思っている。

あと何かつけ加えることはありますでしょうか。

(菅野メンバー) 次回以降どういうふうはこの会を4月まで進めるかとか、その全体像は何かあるのか。

(上村主査) 当面、いくつかヒアリングをして東証や金融庁の関係者の御意見をお聞きすることになろうかと思う。直接これらの方々と率直なやりとりをしていただき、本日話題に出たようなことについて、また議論してまいりたい。

(梅溪審議官) ここのメンバーの方で発表いただける方から発表を聞いたり、外の方からヒアリングをしたり、あるいは金融庁の方といろいろ議論を行なった、そういう形で個別の論点を詰めていっていただきたいと考えている。

(斉藤メンバー) 最終的には、閣議か何かに上げるような提言書のようなものになっていくのか。

(上村主査) 最終的には骨太に入れば閣議決定になるので、骨太の方針に入るかどうかというのが一つの問題となる。

(菅野メンバー) 先ほどのヒアリングというのは、どこで行なうのか。

(上村主査) この場で。

(菅野メンバー) それは具体的に次の回にどういった方とか、それは次の回までには。

(上村主査) そういうことは事務局とも相談して。

(梅溪審議官) またご相談させていただく。

(菅野メンバー) ご連絡いただけるのか。

(上村主査) ご連絡する。あるいはもしご提案があれば、ぜひこういう話を聞きたいとか、あるいは自分が一席弁じたいということであれば、もちろん申し出ただければ幸いである。

(斉藤メンバー) 外資系の証券会社の人々はぜひしゃべりたいと言っている。日

本の証券会社からは誰も何も言ってこなかったが、外資の証券会社から4、5人、アメリカ人とかイギリス人の社長から、しゃべるチャンスをつくって欲しいと言っている。

(梅溪審議官) 後でまた具体的な候補を教えてください。

(菅野メンバー) 証券会社だけではなく、アメリカの商工会議所なども入れてはどうか。

(上村主査) ただ、余り回数があるわけでもないので、必要があれば呼び出すこととしたい。

(菅野メンバー) それから、多分実は今日ここで議論した話というのは、これまでもある程度いろいろな場で議論されたことがかなりあると思う。したがって、もう一回それを何か一から議論するというのは、非常に時間的な制約がある中であると、場合によっては非効率な状態につながらないとも限らないので、例えば要望書とか、過去における議論などをご用意いただけると、皆の議論の共通基盤になるのではないかと思う。

(梅溪審議官) はい。

(上村主査) その辺も含めて事務局と相談しながらやっていく。

(池尾メンバー) 金融審の議論がどんな議論となるのか、いまの時点では全然見当がつかない。

(菅野メンバー) これまでの審議会というのはメンバーの方が業界代表のような方が割と多かったが、この場はもっと自由に議論できる。業者にとっては厳しいが、国民全体を考えているんだというような形に持っていければ、今の政権の目指している方向にも沿っているし、これまでできなかったような成果を出せるのではないか。当然のことながら業界の利害がぶつかり、現実の問題としては難しい面もあると思うが、そこをうまくやっていくことが必要。

(上村主査) その通り。短期的な利害を考えれば、嫌だなと思っていても、良識のある現場の方々には内心、本当はどこかで思い切ってやってくれば良いなと思っていることもかなりあるような気がする。そういう声にこたえるというのも、我々の仕事だと思う。

よろしいでしょうか。

それでは、次回は2月6日に開催するので、またよろしく願い申し上げます。

それでは、本日はこれにて終了とする。有難うございました。

(以 上)